

国内消費に修復機運、NT 倍率低下余地

ワクチン普及、猛暑と五輪特需、貯蓄急増反動など

2021/7/30 (金)

コロナ打撃で長期低迷してきた国内消費に修復機運があり、日本株は内需株の持ち直しと NT 倍率（外需寄与度の高い日経平均株価÷内需寄与度の高い TOPIX）の低下余地が注目されよう。コロナワクチンは様々な批判を受けながらも接種普及率が拡大しているほか、足元では猛暑や五輪の特需が繰越消費（リベンジ消費）を喚起させつつある。コロナ後に 100 兆円も急増してきた貯蓄の取り崩しや、10 月から順次適用される過去最大幅の最低賃金引上げなども、国内消費の下支え要因となっていく。

諮問会議委員「夏後半以降」繰越消費の点火期待

「米国と英国ではワクチン接種が進み、ロックダウンから解除された後には、溜まりに溜まっていた消費意欲が発現してサービス消費が急速に伸びている」、「日本でも今夏の後半以降、ワクチン接種と感染の収束次第では、繰越消費（リベンジ消費）の実現が期待される」、「コロナ禍で家計の貯蓄がかなり増えており、国民全体に消費意欲がマグマのように溜まっている今の状況は、『やはり消費することは楽しいもの』ということを実感してもらおうチャンスとなる」――。

安倍政権の経済財政諮問会議では、7 月 6 日の会合で民間議員からこのような見通しが示された。その後の内外での変異種拡大や東京五輪の強行開催などによる感染再増加リスクにより、先行き不透明感は根強い。それでも足元では感染抑制や猛暑と五輪の特需などで、国内消費には修復機運も見られつつある。

国内消費の回復余地は、日本株市場で内需株の出遅れ修正余地の残存と、良い NT 倍率の低下余地につながりやすい。NT 倍率は「日経平均株価÷TOPIX」で算出され、業種別物色などセクター・ローテーションの参考になるものだ。例えば日経平均優位という倍率上昇時には、外需株やハイテク株の優位性が示される。反対に TOPIX の相対優位で倍率が低下すると、外需株やハイテク株の失速、もしくは内需株の相対的な持ち直しが示唆されやすい。

昨年のコロナ打撃以降は、内需低迷のほか、世界的な超低金利による金融株への逆風などで NT 倍率は大きく上昇した。同時に日経平均のほうも、世界的なリモート特需やデジタル特需が IT ハイテク関連株の押し上げへと寄与。これまた NT 倍率を大きく上昇させている。

結果、NT 倍率はコロナ打撃前である 2019 年 12 月末の 13.76 倍から急上昇となり、今年 2 月には 15.6 倍超えと 1970 年代以降での最高を更新した。しかし

その後は上昇一服となり、6 月以降は半導体不足の問題や世界的な変異種などの感染再増加、世界経済の急回復一服の懸念などで、NT 倍率は 15 倍割れと「悪い低下」になっている。前週最後の 21 日には 14.47 倍となり、昨年 10 月以来の低水準となっていた。

一方で今後については内需株と TOPIX が持ち直す形で、「良い NT 倍率の低下」の可能性が注目されそうだ。NT 倍率はコロナ打撃前の 2019 年 12 月末が 13.76 倍であったほか、昨年 2 月にも 13.70 倍という局面があった。先行き同レベルまでの「正常化」による低下余地が残されている。

日本株 TOPIX の業種別では、すでに内需関連の出遅れ修正が進んできた。それでも年初来成績では TOPIX 総合の成績に対して、依然として電気・ガス業、陸運業、食料品、水産・農林業、小売業などが下振れのアンダー・パフォーマンスになっている。その分だけ年後半にかけては、「段階的な経済正常化」に連動した株高余地の残存が注目されやすい。

日本百貨店協会による最新 6 月の全国百貨店・小売売上高は前年比－1.6%となり、4 月の－167.0%や 5 月の＋65.2%という反動増が早くも一服となってきた。しかし品目別では家庭用電子機器が、5 月の＋21.4%から 6 月も＋16.6%と改善傾向を維持。家具も 5 月＋17.3%から 6 月＋6.4%となり、前年比でのプラス回復を保っている。

預金はコロナ前から 100 兆円の急増、活用余地

同協会によると、富裕層を中心に高額消費は活発で、ラグジュアリーブランドや、高級時計、美術宝飾品など高額品（美・宝・貴は前年比＋25.8%）は増勢が続いているという。また、巣ごもり需要により、和洋中惣菜、和洋菓子、ワインなど酒類の他、家電、高級家具などリビングアイテムも好調だった。まさに「国民全体に消費意欲がマグマのように溜まっている」（諮問会議の民間議員）という潜在エネルギーを示唆するものだ。

国内の消費に関しては、すでに最新 6 月時点の内閣府・景気ウォッチャーで、「景気の先行き判断 DI」で家計関連動向が＋51.5 となり、前月の 46.5 から＋5.0 の急上昇となった。昨年 11 月の 33.9 を直近最低として、2018 年 8 月の＋52.2 以来という高水準を回復している。過去の 50 割れ長期化後の 50 回復局面としては、2017 年 7 月、2012 年 12 月、2005 年 7 月、2003 年 10 月といった例があった。いずれもその後に 1－2 年は内需回復と日本株の上昇トレンドが持続されており、今回も反動回復の持続性が注目

されやすい。

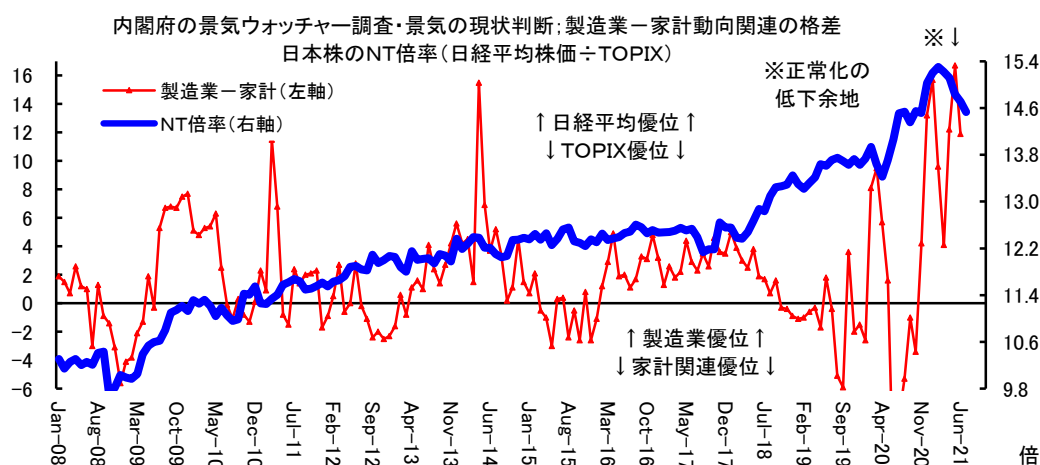
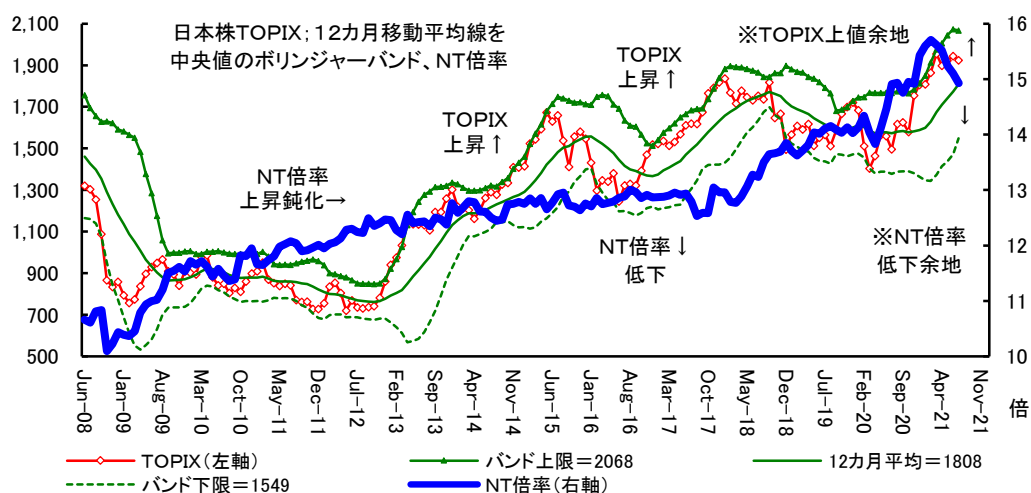
今後の消費修復の下支え役となる「貯蓄の取り崩し余地」でいえば、日銀による6月の貸出・預金動向で、都銀と地銀・第二地銀を合わせた実質預金と譲渡性預金の残高が、前年比+47.9兆円の834兆0144億円となった。過去最大を更新し、コロナ危機の本格化前である昨年2月の732兆4735億円からは+101.5兆円もの急増となっている。

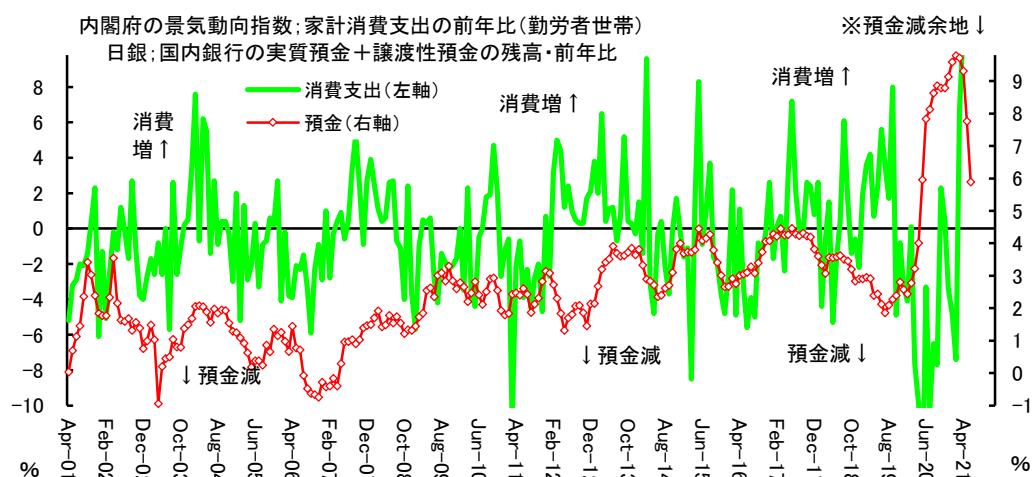
昨年5月以降に同預金は、前年比+40兆円から+70兆円の大幅増ペースが持続してきた。最近では2016年11月から2017年11月にかけて+27兆円から+30兆円超えの大幅増傾向が定着したが、当時は貯蓄増のバッファーと取り崩し活用による景気支援効果もあり、2018年10月にかけて景気改善と日本株の上昇トレンドが持続している。

同時に先行き国内消費の下支え要因として注視されるのが、最低賃金の引き上げだ。コロナ打撃に苦

しむ中小企業や内需サービス業などには打撃となるが、中央最低賃金審議会（厚生労働相の諮問機関）の小委員会は7月14日、2021年度の最低賃金を全国平均で前年度比+28円を目安に引き上げ、時給930円とすると決めた。+28円の引き上げ額は、2002年度に時給で示す現在の方式となってから過去最大だ。新しい最低賃金の金額は、10月から順次適用される見通しとなっている。

最近では2016年度に前年比+25円の引き上げがあったあと、2017年度に+25円、2018年に+26円の連続引き上げがあった。全国レベルで非正規社員や女性・高齢者などの就労が増加するなか、全国規模での最低賃金の「前年比増加」は一定程度の経済効果がある。2016-2018年度についても、同期期間中における内需の底上げと、日本株の2016年6月から2018年10月にかけての株高トレンド持続の一因となっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。